

4

Estratégia Empírica

A estratégia de identificação de contágio informacional apoia-se na seleção de eventos de crise financeira. O *funding loan* brasileiro de 1898 e o *funding loan* grego de 1893 são dois episódios de crise financeira que possuem as seguintes características necessárias para uma identificação apropriada: (i) crises com origem interna; (ii) o país em crise mantinha um forte relacionamento com algum intermediário financeiro em Londres; e (iii) havia um grupo de países geograficamente heterogêneos com relacionamento com o mesmo intermediário financeiro que o país em crise. A condição (iii) é fundamental para a correta caracterização de contágio informacional. Se os países que mantinham relacionamento com o mesmo intermediário também produzissem as mesmas *commodities*, por exemplo, os movimentos concomitantes nos preços dos títulos desse grupo de países poderiam ser explicados por um choque no preço das *commodities*. Por exemplo, a crise argentina de 1890 é excluída porque o único país no mercado periférico a manter, a esta época, uma relação com os Barings era o Uruguai, o que evita a separação do contágio informacional do contágio geográfico¹⁴. Além disso, a moratória argentina levou o principal intermediário financeiro deste país em Londres à bancarrota e causou uma crise financeira em Londres, o que perturbou todo o mercado

Como discutido na seção anterior, desde 1858, o *merchant bank* Rothschilds era o banqueiro oficial do governo brasileiro em Londres. Em 1898, 100% da dívida brasileira em circulação em Londres fora emitida via esse intermediário. Este contrato de exclusividade era conhecido dos investidores, sendo responsabilidade do banco divulgar todos os títulos brasileiros no mercado assim como prover a imprensa financeira com informações sobre a situação política e econômica do país.

¹⁴ Triner (2001) apresenta um estudo de caso de contágio entre Brasil e Argentina originado pela bancarrota argentina de 1890. Diferentemente do presente estudo, o trabalho de Triner racionaliza o co-movimento de preços de títulos argentinos e brasileiros pelo fato de que os investidores poderiam perceber as duas economias como muito próximas (isto é, uma abordagem geográfica). Neste trabalho, de maneira diferente, as crises foram selecionadas para minimizar efeitos geográficos.

A crise brasileira teve três principais causas: turbulências políticas, política monetária expansiva, e queda substancial no preço do café, sua principal *commodity* de exportação. A queda do preço do café teve um significativo impacto no orçamento do governo dado que as principais receitas tributárias advinham de impostos sobre a exportação.

Durante sua transição de Império para República (1889-1898), o Brasil sofreu com constantes turbulências na área política. Além disso, sucessivas desvalorizações da moeda nacional, resultaram em um maciço desbalanço fiscal. *Spreads* dos empréstimos do governo central, que se encontravam abaixo de 2% no final da década de 1880, atingiram 4% em 1898. A forte queda no preço do café após 1895 foi o golpe final na capacidade do país de manter a os pagamentos de sua dívida externa da maneira como esta foi contratada. Em março de 1898, logo após os resultados fiscais brasileiros terem sido publicados na imprensa londrina, o preço dos títulos caiu cerca de 15%. Presume-se que este foi o momento em que o mercado aprendeu sobre a crise. Os preços continuaram caindo até julho de 1898, quando o país anunciou o esquema de *funding loan*: ao invés de pagar juros sobre sua dívida externa em libras nos 3 anos subsequentes, estes seriam pagos com novos títulos. As amortizações de empréstimos embarcados no acordo (quase a totalidade da dívida externa brasileira) estavam suspensas pelos próximos 13 anos. O arranjo do *funding loan* foi desenhado sob os auspícios dos Rothschilds londrinos, que também foram responsáveis por apresentar o esquema aos investidores britânicos.

De maneira similar, uma mistura de choque no preço de *commodity* com turbulência política interna explicam a crise grega de 1893. A história da Grécia como devedora começou na década de 1820, sendo que o primeiro *default* ocorreu em menos de 10 anos após o primeiro empréstimo. Após décadas de tortuosas renegociações de dívida, a Grécia reaparece nos mercados europeus como devedora, emitindo, em 1879, 60,000,000 de francos em Paris, que foi seguida por uma série de emissões em Londres, Paris e outras praças continentais. A emissão de todos os empréstimos gregos durante este período foi realizada por um sindicato de bancos. O participante londrino deste sindicato era o *merchant bank* C.J. Hambro & Sons (Hambro). Em 1893, o serviço da dívida externa grega totalizava 33% das suas receitas tributárias [Levandis (1944)]. Seu balanço comercial dependia primordialmente da exportação de uva, cujo preço

internacional vinha caindo desde a década de 1890. No final de 1892, a falência do governo grego era inevitável. Para evitar um *default* total, o ministro das finanças, Chamilaos Tripocoupis, iniciou negociações com o banco Hambro para a emissão de um novo empréstimo em Londres. Levandis (1944) reporta alguma hesitação dos dirigentes do Hambro. As negociações que se seguiram resultaram no acordo de que um funcionário público britânico, Major Law, fosse enviado para a Grécia para escrever um relatório sobre a situação fiscal do país. Ele foi seguido por um representante francês. A visita deste funcionário era de conhecimento do mercado e o seu relatório foi aguardado e comentado vastamente pela imprensa financeira. A divulgação do relatório, em 14 de abril de 1893, gerou uma queda na quotação dos títulos gregos em Londres. Uma queda maior ainda seguiu-se à demissão do Ministro da Fazenda grego duas semanas depois. Algumas semanas após esses eventos, a Grécia anunciava um arranjo de *funding loan*.

Como mencionado acima, uma das semelhanças fundamentais dos episódios das crises grega e brasileira era a presença de um grupo de países que se relacionavam com o mesmo *merchant bank* que o país em crise à época do distúrbio. Os países participantes destes grupos eram geográfica e economicamente heterogêneos entre si, não apresentando nenhuma ligação comercial relevante. Define-se que um país tinha uma forte relação com um *merchant bank* combinando informações sobre a concentração das emissões de dívida do país com informações de fontes históricas.

Tanto no caso da crise brasileira como para a crise grega, a estratégia empírica consiste em comparar a dinâmica dos preços dos títulos de dois grupos de países: um composto pelos países que mantinham relacionamento financeiro com o país em crise (excluindo este último), e o outro pelo resto do mercado. São comparadas tanto a diferença de médias e quantis entre os dois grupos, assim como mudanças na distribuição empírica antes e depois que o mercado aprendeu sobre a crise. A próxima seção descreve como a amostra foi construída e como os diferentes grupos foram definidos.